

Vydává Ministerstvo financí České republiky ve spolupráci s Českou národní bankou ve vydavatelství **Economia, a. s., Praha**

© Ministerstvo financí ČR

Adresa redakce: Vinohradská 49
120 74 Praha 2

Tel.: (02) 253 018 nebo: (02) 24 21 00 25, l. 6141

Fax: (02) 253 728

Šéfredaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

Publishers: Ministry of Finance of the Czech Republic in Cooperation with Czech National Bank in Publishing House **Economia, Prague**

© Ministry of Finance of the Czech Republic

Editor's Office: Vinohradská 49

120 74 Prague 2

Czech Republic

Editor in Chief: Ivan Kočárník

OBSAH

Aleš BULÍŘ: Diferenciace bankovní klientely v podmínkách asymetrické informace (1. část) 409

Anton MARCINČIN: Korporativne riadenie a jeho vplyv na cenu akcií 419

Pavel KOHOUT: Nelineární CAPM 429

Miroslav SOUČEK: Vývoj reálných jednotkových mzdových nákladů (RULC) — významný faktor cenové stability a nákladové konkurenceschopnosti ekonomiky 442

Přehled — Survey

Měnová politika a měnový vývoj v r. 1994 449

Monetary Policy and Monetary Development in 1994 458

Uprostřed čísla:

Quarterly Economic and Fiscal Bulletin of the CR No 3

CONTENTS

Aleš BULÍŘ: Differentiation of Banks' Clients Under Asymmetric Information (1st Part) 409

Anton MARCINČIN: Corporate Governance and its Impact on Share Price 419

Pavel KOHOUT: Non-Linear CAPM 429

Miroslav SOUČEK: Real Unit Labor Costs (RULC) — the Significant Factor of Price Stability and Competitiveness of Economy 442

Survey

Monetary Policy and Monetary Development in 1994 (in Czech) 449
(in English) 458

In the middle of this issue:

Quarterly Economic and Fiscal Bulletin of the CR, No 3

Redakční rada: Dr. Ivan Angelis, CSc., Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., Ing. Petr Dvořák, Ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., Doc. Ing. Kamil Janáček, CSc., Ing. Miroslav Kerouš, Ing. Ivan Kočárník, CSc., Ing. Václav Kupka, CSc., Ing. Tomáš Ježek, CSc., Ing. Jiří Pospíšil, CSc., Vladimír Rudlovčák, CSc., Ing. Pavel Štěpánek, CSc., Prof. Jan Švejnar, Ph.D., Doc. Dr. František Vencovský, Ing. Jan Vít, Prof. Ing. Karol Vlachynský, CSc.

Korporatívne riadenie a jeho vplyv na cenu akcií¹

Anton MARCINČIN*

Úvod

Privatizácia v Československu mala za cieľ rýchly prevod vlastníckych práv na rozsiahly majetok zo štátu na súkromný sektor. Jej hlavnou tézou bolo,² že ten majetok, ktorý má svojho konkrétneho vlastníka, má najväčšiu šancu byť efektívne obhospodarovaný ku konečnému úžitku celej spoločnosti. V tomto zmysle bol mechanizmus kupónového rozdeľovania majetku prijímaný prinajmenšom rozpačito. Pôvodná myšlienka drobných akcionárov aktívne sa zaoberajúcich správou svojej „tisíciny“ majetku (priamo, či nepriamo — delegovaním) privatizovaného podniku môže na prvý pohľad vyzeráť pomerne nezmyselne. Akokoľvek — ak platí, že každý účastník kupónovej privatizácie racionálne spravuje svoje vlastné portfólio (v zmysle svojho celkového majetku), potom aj racionálne rozhoduje o svojich sprivatizovaných akciách. To vytvára potrebu kapitálových trhov, ktoré v konečnom dôsledku odrážajú úroveň korporatívneho riadenia podnikov. Preto „tisícinový“ vlastníci môžu ovplyvniť správu majetku — či už tým, že svoje akcie jednoducho predajú, vymenia, alebo vytvoria skupiny vlastníkov, aby sa mohli priamo podieľať na výkone vlastníckych práv. V tejto rovine sa kupónová privatizácia javí skôr ako spôsob „prerozdelenia“ štátneho majetku — zo štátu na občana a z občana na „konečného“ vlastníka. V porovnaní s privatizáciou štát → „konečný“ vlastník vyzerá predchádzajúci spôsob zbytočne zložito a draho, ale pri posudzovanom objeme majetku jednoznačne vedie.

Kupónová privatizácia, to nie sú len drobní investori, ale aj investičné fondy. Nechcem tvrdiť, že práve tie vykonávajú úlohu správcu privatizovaných podnikov. Na takéto tvrdenie existuje zatiaľ len anekdotálna evidencia. Na údajoch, ktoré mi boli k dispozícii, však môžem dokázať, že takmer v každej privatizovanej spoločnosti existuje zopár vlastníkov schopných vytvoriť koalície s väčšinovým vplyvom.

* Ing. Anton Marcinčin, CERGE-EI Praha a CESA (Centrum pre ekonomickú a sociálnu analýzu) Bratislava

Redakce příspěvek obdržela 4. 4. 1995.

¹ Tento príspevok je rozšírenou a aktualizovanou verziou práce [Lastovička—Marcinčin—Mejstřík 1994].

² Uvádžam tu slabú formu daného predpokladu, aby som sa vyhol diskusiám, ktoré priamo nesúvisia s predmetom tejto práce.

Druhým zámerom práce je poukázať na to, či ceny akcií vytvorené v priebehu kupónovej privatizácie majú svoje racionálne pozadie. Navyše, zaujíma ma aj to, či sa drobní investori pri svojom vlastnom rozhodovaní nechali ovplyvňovať investorským správaním sa fondov.

Pokiaľ by kupónová cena odrážala peňažnú cenu akcií, bola by jej odhadom upraveným o novšie informácie. Tento vzťah testujem v poslednej časti tejto práce.

Vlastnícka štruktúra po kupónovej privatizácii

Najviac kritizovanou stránkou kupónovej metódy bola očakávaná roztrieštenosť nových vlastníkov akciových spoločností. Počet občanov, ktorí sa zúčastnili kupónovej privatizácie (8,56 milióna), aby kúpili akcie 1 491 spoločností, viedol k záveru, že každá spoločnosť bude mať tisíce malých akcionárov, z ktorých ani jeden nebude schopný individuálne ovplyvniť súčasný manažment a hospodárske výsledky. Drobní akcionári by sa museli organizovať do záujmových skupín akcionárov, a na to by bolo treba veľa času, zvlášť v podmienkach postkomunistickej krajiny. Dovtedy by na valných zhromaždeniach mali väčšinu hlasov starí vlastníci s veľmi malými podielmi (manažment, zamestnanci)³, alebo v niektorých prípadoch Fond národného majetku (čiže štátna organizácia) a priamí investori (zahraniční investori v 51 českých a 10 slovenských podnikoch, domáci investori v 58 českých a 31 slovenských podnikoch). Znamenalo by to, že väčšina podnikov privatizovaných kupónovou metódou ostane dlhší čas pod kontrolou súčasného manažmentu, nedotknutých prevodom vlastníctva z vládnych úradníkov na súkromných investorov.

Na druhej strane, občania mali možnosť investovať svoje investičné body do novozaložených investičných fondov a väčšina z nich (72 %) ju využila. Z nášho hľadiska šlo vlastne o prvú koncentráciu tisícov potenciálne malých akcionárov. Koncentrácia samotných fondov podľa počtu získaných akcií je uvedená v *tabuľke č. 1* osobitne pre Slovensko, Českú republiku a celú federáciu. Dôležitosť fondov napovedá, že vlastnícke štruktúry nemusia byť také rozptýlené, ako sa pôvodne predpokladalo. Jasnejší obraz o možnej vlastníckej štruktúre ponúka nasledujúce rozdelenie akcionárov:

(1) akcionári, ktorí svoje akcie získali (kúpou alebo bezodplatným prevodom) pred začatím kupónovej privatizácie: priamí zahraniční alebo domáci investori, reštituenti, zamestnanci, manažéri, obce, banky a Fond národného majetku (do dočasného alebo trvalého vlastníctva);

(2) akcionári, ktorí získali svoje akcie počas privatizačného procesu: drobní individuálni investori a investičné privatizačné fondy.

V *tabuľkách č. 2 a 3* sú zhrnuté podiely jednotlivých akcionárov. V súlade s použitou privatizačnou metódou (842 českých a 468 slovenských spoločností ponúklo vyše 50 % svojich akcií na kupóny) sú najdôležitejšími vlastníckymi investičnými fondy a drobní investori. Fondy majú vyše 20% podiel v 787 českých a 365 slovenských spoločnostiach a vyše 50% podiel v 334 českých a 172 slovenských spoločnostiach. Drobní investori majú vyše 50% podiel v 272 českých a 244 slovenských spoločnostiach. Republikové Fondy národného majetku

³ V prípade, že väčšina akcionárov sa nezúčastní riadneho valného zhromaždenia, náhradné zhromaždenie sa môže uskutočniť v ten istý deň, s účasťou prítomných akcionárov.

TABUĽKA č. 1 Sedem najväčších skupín fondov podľa republík

Slovensko		Česka republika		federácia			
skupina	počet akcií	skupina	počet akcií	skupina	počet akcií	počet bodov	% bodov
SSK	6 008	CSP	20 210	CSP	21 376	950	15,6
SIB	5 541	IB	13 157	HCC	15 225	639	10,5
VUB	5 375	HCC	12 003	IB	13 594	724	11,9
SLP	3 995	KB	11 358	VUB	11 985	501	8,2
HCC	3 222	CP	7 623	KB	11 932	466	7,6
DI	2 249	VUB	6 611	SIB	10 987	333	5,5
CSP	1 166	SIB	5 446	SSK	7 708	169	2,8
spolu	44 943	spolu	131 037	spolu	175 980	6 135	100

poznámky: Skupiny fondov definované podľa zakladateľa, podľa [Mládek—Mejstřík—Marcinčin]. Počet akcií je v tisícoch a udáva, koľko akcií získal fond v kupónovej privatizácii. Počet bodov sa uvádza v miliónoch. Údaje o tom, koľko bodov fond utratil za podniky v jednotlivých republikách, som nemal k dispozícii. Percentá bodov sú počítané voči bodom získanými všetkými fondmi. Posledný riadok udáva súčet za všetky fondy v kupónovej privatizácii.

zdroj: FNM; vlastné výpočty

TABUĽKA č. 2 Vlastnícke podiely ne-kupónových investorov

investori	české spoločnosti				slovenské spoločnosti			
	50%	30%	20%	0%	50%	30%	20%	0%
zahraniční	19	34	38	51	3	6	8	10
domáci	16	28	38	58	11	14	22	31
FNM dočasné	21	50	108	293	4	13	33	51
FNM trvalé	2	7	9	21	6	17	23	26
banky	2	15	24	61				0
reštituenti	2	5	7	52			0	8
obce	1	1	4	181				0

poznámky: Údaje o vzorke 949 českých spoločností sú z roku 1993, kým údaje o slovenských spoločnostiach z roku 1992. Tabuľka udáva, v koľkých spoločnostiach má daný typ investora viac než x percent. „0“ označuje, v koľkých spoločnostiach je daný typ investora prítomný. Napríklad zahraniční investori majú podiely v 51 českých spoločnostiach, z toho v 19 spoločnostiach majú väčšinu akcií.

zdroj: FNM; vlastné výpočty

mali vyše 20% podiely v 108 českých a 54 slovenských spoločnostiach a vyše 50% podiely v 23 českých a 13 slovenských podnikoch. Zahraniční investori majú väčšinový podiel v 19 českých a 3 slovenských spoločnostiach, kým domáci (priami) investori v 16 českých a 11 slovenských spoločnostiach. Ak uvažujeme jednotlivé fondy (definované ako skupina IPF so spoločným zakladateľom), namiesto všetkých dohromady, dostaneme nasledujúce čísla: jeden najväčší fond (čím mám na mysli fond, ktorý získal spomedzi fondov najväčší podiel v danej spoločnosti) má vyše 20% podiel v 102 českých a 81 slovenských podnikoch. Skupina piatich najväčších fondov môže kontrolovať 272 českých a 145 slovenských spoločností.

Relatívny význam jednotlivých akcionárov

Predchádzajúca analýza ukázala význam drobných akcionárov. Ich nevýhodou je, že táto veľmi roztrúsená skupina obyvateľov zvyčajne nenavštevuje valné zhromaždenia ani inak sa nezapája do ovplyvňovania práce manažmen-

TABUĽKA č. 3 Vlastnícké podiely kupónových investorov

investori	české spoločnosti				slovenské spoločnosti			
	50%	30%	20%	10%	50%	30%	20%	10%
drobní investori	272	559	739	911	244	381	438	494
investičné fondy	334	631	787	876	173	305	365	406
1. najväčší fond	0	9	102	747	4	27	81	363
2. najväčší fond		0	7	482		0	3	203
3. najväčší fond			0	217			0	81
skupina 3 fondov	85	543	753	870	55	255	339	401
skupina 4 fondov	196	605	769	873	110	276	349	402
skupina 5 fondov	272	622	782	875	145	290	351	402
kupóny spolu	842	920	939	946	468	489	499	503

poznámky: Údaje o vzorke 949 českých spoločností sú z roku 1993, kým údaje o slovenských spoločnostiach z roku 1992. Tabuľka udáva, v koľkých spoločnostiach má daný typ investora viac než x percent. Skupiny fondov udávajú podiely niekoľkých najväčších fondov (definovaných rovnako ako v tabuľke č. 1) v zmysle najväčších podielov medzi fondami v danom podniku.

zdroj: FNM; vlastné výpočty

tov, a preto ich skutočný význam je omnoho menší. V tejto časti sa zameriam na analýzu nie formálnej, ale skutočnej dôležitosti jednotlivých akcionárov. V prvom kroku bola definovaná skupina možných akcionárov. Táto skupina obsahuje 8 nekupónových investorov (napr. zahraniční a priami domáci investori, FNM) a 10 najväčších fondov (opäť v zmysle najväčších podielov v každom podniku). Skupina 18 investorov je dostatočne veľká, aby zahŕňala takmer všetkých akcionárov v podielmi vyššími ako jedno percento (samozrejme okrem malých investorov). Za predpokladu, že malí investori nie sú schopní využiť svoj celkový hlasovací potenciál, a to je pozorovaná skutočnosť, môžeme tvrdiť, že majú zanedbateľný skutočný význam pre riadenie spoločnosti. Význam ostatných vlastníkov je zreteľnejší, ak definujeme vážené podiely, kde k je premenná pre typ akcionára v spoločnosti j :

$$\text{vážený podiel}_j^k = \frac{\text{podiel}_j^k}{\sum_{k=1}^{18} \text{podiel}_j^k} \cdot 100 \quad (1)$$

Význam tohto vzorca je vysvetlený na nasledujúcom príklade.

Príklad 1: Nech je daná spoločnosť vlastnená štyrmi akcionármi: $k = A, B, C$ a drobní akcionári. Akcionár A vlastní 10%, B má 10% a C má 20% podiel. Zvyšných 60 % vlastní „tisíciky“ drobných akcionárov, ktorí sú neschopní individuálne ovplyvniť rozhodnutia investorov A, B a C . Akcionár C má rovnakú hlasovaciu silu ako akcionári A a B dokopy. Preto skutočná sila C je 50 % hlasov, A má 25 % a B má tiež 25 % hlasov.

Výsledky výpočtov pre české spoločnosti sú uvedené v tabuľke č. 4. Význam všetkých investorov sa zvýšil, najmä význam fondov. Jediný fond by takto mohol kontrolovať 146 spoločností a skupina piatich fondov by mohla kontrolovať 754 spoločností.

Test vysokej vlastníckej koncentrácie

Na základe uvedených výpočtov môžeme argumentovať, že hoci kupónová metóda generuje rozptýlené vlastníctvo, platí, že (1) hoci by sa drobní akcioná-

TABUĽKA č. 4 Hlasovacia sila akcionárov podľa vzorca (1) — české spoločnosti

investori	50 %	40 %	30 %	20 %
zahraniční	33	40	45	45
domáci	24	30	40	47
FNM dočasné	56	88	135	173
FNM trvalé	3	7	11	11
banky	12	17	30	47
reštituenti	4	6	7	11
skupina 3 fondov	669	760	847	892
skupina 4 fondov	727	790	860	897
skupina 5 fondov	754	809	867	900

poznámky: Údaje o vzorke 949 českých spoločností sú z roku 1993. Tabuľka udáva prepočítané podiely jednotlivých akcionárov, podľa vzorca 1.

zdroj: FNM; vlastné výpočty

ri vôbec neujali spravovania spoločností, existujú iní investori, ako sú fondy, zahraniční investori a podobne, ktorí majú dostatočne veľkú silu, aby dosiahli väčšinu hlasov a mohli uplatniť korporatívnu kontrolu; (2) ak by boli drobní akcionári schopní využiť svoj hlasovací potenciál efektívne, korporatívne riadenie je ešte pravdepodobnejšie.

Následujúcim testom sa snažím zistiť, či koncentrácia vlastníkov je nízka, alebo vysoká. Definujem tri skupiny akcionárov:

0 %	30 %	50 %	100 % akcií
hlavný akcionár 30% podiel	reziduálni akcionári 20% podiel	drobní akcionári 50% podiel	

Hlavný akcionár: Akcionár s najväčším podielom, jeden alebo malá skupina. Drobní akcionári sú vylúčení z tejto skupiny. *Reziduálni akcionári:* Všetci akcionári okrem hlavného akcionára a drobných akcionárov.

V každej spoločnosti môžeme nájsť okrem zväčša dominujúcich drobných akcionárov (skupina 3) jedného alebo niekoľko iných, veľkých akcionárov (skupina 1). Nazveme ich „hlavný akcionár“. Ostatní akcionári tvoria reziduum, preto ich nazveme reziduálnymi akcionármi (skupina 2). Zvyčajne nájdeme veľký počet málo vplyvných reziduálnych akcionárov. Na tomto základe testujem nasledujúcu hypotézu: koncentrácia vlastníctva je tým vyššia, čím vyššia je pravdepodobnosť, že (1) hlavný akcionár (či už jeden, alebo malá skupina) má vyše 50 % akcií spoločnosti, alebo že (2) hlavný akcionár má menej ako, alebo presne 50 % akcií a podiel drobných akcionárov je taký vysoký, že celkový podiel reziduálnych akcionárov je stále nižší než podiel hlavného akcionára.

Prvé kritérium je zjavné. Druhé je vysvetlené na nasledujúcom príklade:

Príklad 2: Investor A je najväčším akcionárom spoločnosti s 30% podielom. Nazveme ho hlavným investorom. Drobní akcionári majú dokopy 50% podiel a všetci ostatní akcionári (reziduálni) majú 20% podiel. Koncentrácia vlastníctva je vysoká, pretože hlavný akcionár má viac akcií než reziduálni akcionári. Toto môžeme zapísať nasledujúcou podmienkou:

$$\text{Podiel hlavného akcionára} \leq 50\% \wedge \text{podiel drobných akcionárov} \geq 100 - 2 * \text{podiel hlavného akcionára} \quad (2)$$

Výsledky výpočtov pre obidve kritériá sú uvedené v tabuľke č. 5. Skupina štyroch najväčších akcionárov (mimo drobných akcionárov) môže kontrolovať

TABUĽKA č. 5 Test vysokej koncentrácie vlastníctva

akcionári	české spoločnosti			slovenské spoločnosti		
	kritérium 1	kritérium 2	spolu	kritérium 1	kritérium 2	spolu
skupina 3	279	574	853	119	315	434
skupina 4	446	466	912	179	260	439
skupina 5	536	383	919	214	233	447
skupina 3 fondov	85	495	570	55	301	356
skupina 4 fondov	196	477	673	110	257	367
skupina 5 fondov	272	438	720	145	234	379

poznámky: Prvé tri skupiny obsahujú najväčších vlastníkov (ne-kupónových aj investičných fondov), kým ďalšie tri skupiny obsahujú iba investičné fondy.

zdroj: FNM; vlastné výpočty

912 českých a 439 slovenských spoločností, kým skupina piatich môže kontrolovať 919 českých a 447 slovenských spoločností. Inými slovami, 97 % českých a 89 % slovenských spoločností môže byť kontrolovaných koalíciou piatich najväčších akcionárov. Druhá časť tabuľky demonštruje dôležitosť investičných fondov. Ak sa rozhodnú medzi sebou spolupracovať, skupina piatich najväčších fondov môže kontrolovať 720 (76 %) českých a 379 (75 %) slovenských spoločností.

Záver

Často kritizovanou stránkou kupónovej metódy prevodu akcií spoločností do súkromných rúk bolo, že nebude umožňovať efektívne korporatívne riadenie. Technickou komplikáciou je organizovanie valných zhromaždení pre niekoľko tisíc akcionárov. Dosiaľ navštevuje valné zhromaždenia iba niekoľko hlavných investorov. Omnoho dôležitejším faktorom je, že také rozptýlené vlastníctvo by umožnilo starým manažerom zotrvať v svojich funkciách nikým nekontrolovaní, a tak by samotná privatizácia bola iba formálnou záležitosťou. V tejto práci som dokázal, že účasť investičných fondov na kupónovej privatizácii vytvorila možnosť efektívneho riadenia väčšiny spoločností (97 % českých a 89 % slovenských).

Vplyv vlastníckej štruktúry na ocenenie akcií v kupónovej privatizácii

V tejto časti testujem vplyv vlastníckej štruktúry, ktorá bola pred samotným kupónovým rozdelením akcií, na výsledné kupónové ceny. Kupónový trh má tieto charakteristiky: kupci sú limitovaní počtom investičných bodov, časovým horizontom piatich kôl a faktom, že investičné body (na rozdiel od skutočných peňazí) nemohli použiť na iné účely. Predávajúci (štát) predstavil svoj tovar (akciové spoločnosti). V rovnovážnom stave by všetky investičné body boli vymenené za všetok ponúkaný tovar a ceny by vyjadrovali pomer dopytu a ponuky pre jednotlivé spoločnosti. Preto je veľmi zaujímavé otestovať, či kupónové ceny skutočne vyjadrujú racionálne investorské správanie sa kupónových investorov a či v tomto vzťahu má určitý význam aj vlastnícka štruktúra, vopred známa. Druhým testom je overenie, či táto umelo vytvorená cena je dobrým prediktorom skutočnej tržnej ceny.

Každé kolo kupónovej privatizácie prinieslo novú cenu pre akcie každej ponúkanej spoločnosti. Od jednotnej hladiny z prvého kola (33,3 bodu za akciu) sa ceny vyvíjali podľa dopytu a ponuky po danej spoločnosti (a substitútoch — iných spoločnostiach). Preto ako „rovnovážnu“ cenu používam poslednú uplatnenú cenu akcií, P_λ . Táto cena môže závisieť od (1) ponuky akcií a veľkosti spoločnosti, (2) hospodárskych výsledkov za posledné obdobie, (3) pradedopodobne od vlastnickej štruktúry determinovanej pred kupónovým delením, (4) od priemyselného odvetvia a regiónu a (5) od pohybu dopytu po akciách počas piatich (alebo menej) kôl obchodovania. Tiež chceme otestovať, (6) či cena P_λ odráža napodobňovanie investovania fondov časťou drobných investorov. Inými slovami, zaujíma nás, či v prípade, že fondy kúpili akcie spoločnosti v predchádzajúcich kolách, drobní investori zvýšili o danú spoločnosť záujem, možno v očakávaní, že fondy majú lepšie informácie, že fondy zvýšia cenu na trhu alebo že tok dividend bude vysoký. Body (3) a (6) sa zaoberajú tou istou otázkou: má vlastnícka štruktúra vplyv na cenu akcie? Tento problém môžeme zapísať nasledujúcim spôsobom:

$$P_\lambda = a_0 + a_1 (\text{celkový počet akcií}) + a_2 (\text{hospodárske výsledky}) + a_3 (\text{vlastnícka štruktúra vopred známa}) + a_4 (\text{odvetvie a región}) + a_5 (\text{pohyb dopytu po akciách počas obchodovania}) + a_6 (\text{podiel akcií zakúpených fondami pred kolom } \lambda) + u$$

Dôležitou otázkou je prístupnosť potrebných údajov pre všetkých drobných investorov a fondy. Z tohto dôvodu boli verejne sprístupnené rozsiahle databázy o spoločnostiach. Z asi 40 premenných charakterizujúcich hospodárske výsledky spoločností bolo potrebné vybrať tie, ktoré spoločnosť charakterizujú najlepšie a jedinečne (z vysoko korelovaných premenných, ktoré obsahujú v podstate rovnakú informáciu, vyberáme jedinú). Ako hodnoverné indikátory hospodárenia spoločnosti používam: (1) ziskovosť $zisk = zisk91/celkový \text{ počet akcií}$ (vysoko korelované s výkonmi na kapitál), (2) zadlženosť $d\lambda h = d\lambda h91/celkový \text{ počet akcií}$ a (3) zmenu v zamestnanosti v rokoch 1991 a 1990 $zam = (práca91 - práca90)/celkový \text{ počet akcií}$. Zníženie práce môže poukazovať na reštrukturalizáciu, kým zvyšovanie môže jednoducho znamenať rozvoj spoločnosti. Sú to protichodné vysvetlenia a je o to zaujímavejšie, ako si s touto dilemou poradili investori.

Vlastnícka štruktúra je zastúpená dummy premennými pre domácich a zahraničných investorov a FNM (ak sú v podniku prítomní prví dvaja, premenné dom a $zah = 1$, ak má FNM viac než 20% podiel, $NPF = 1$). Dummy premenné som použil aj pre odvetvové a regionálne premenné. Vo výsledku nie sú uvedené tie z nich, ktoré boli štatisticky nevýznamné. Zmeny v dopyte po akciách zapríčinené celkovým vývojom na kupónovom trhu sú merané premennými $D21 = (dopyt2 - dopyt1)/celkový \text{ počet akcií}$, a $D32 = (dopyt3 - dopyt2)/celkový \text{ počet akcií}$ (číslo označuje, ktorého kola sa dopyt týka). Poslednou dummy premennou je $kolo4$, ktorá je rovná jednej, ak akcie boli vypredané vo štvrtom kole. Jej štatistická významnosť napovedá určitú cenovú irregularitu štvrtého kola. Výsledky regresie sú uvedené v tabuľke č. 6.

„Rovnovážna“ cena bola nižšia pre veľké spoločnosti, kladne závislá od ziskovosti a negatívne od zadlženosti. Koeficient pre zam napovedá, že investori verili, že ak spoločnosť prijímala ďalších pracovníkov, je to signál jej rozvoja. Viac dopytované boli aj spoločnosti s určitou vlastníckou štruktúrou, konkrét-

TABUĽKA č. 6 Regresné odhady pre kupónovú cenu akcií ($\log P_A$) — české spoločnosti

premenná	koef.	t-štatistika	premenná	koef.	t-štatistika
<i>konštanta</i>	5,31	21,8	<i>FNM</i>	0,53	7,6
<i>log (počet akcií)</i>	-0,25	-12,0	<i>FSH</i>	1,06	9,3
<i>zisk</i>	0,01	5,3	<i>západné Čechy</i>	0,17	2,1
<i>zisk³</i>	-8E - 7	-4,2	<i>ľahký priemysel</i>	0,30	4,7
<i>zisk⁴</i>	2E - 9	4,1	<i>služby</i>	0,42	3,8
<i>dĺh</i>	-1E - 3	-2,6	<i>D21</i>	-1,04	-6,7
<i>zam</i>	14,82	1,66	<i>D21²</i>	4665,52	8,0
<i>zah</i>	0,61	4,8	<i>D32</i>	-2,47	-13,6
<i>dom</i>	0,51	5,0	<i>kolo 4</i>	-0,46	-4,5

$R^2 = 0,58$, adj. $R^2 = 0,57$, počet pozorovaní 949

TABUĽKA č. 7 Regresné odhady pre burzovú cenu akcií ($\log P_B$) — české spoločnosti

premenná	koef.	t-štatistika	premenná	koef.	t-štatistika
<i>konštanta</i>	0,802	2,24	<i>drevárstvo</i>	-0,335	-2,593
<i>log (P_A)</i>	0,401	13,05	<i>stavbárstvo</i>	-0,219	-2,562
<i>log (čisté aktíva)</i>	0,292	11,78	<i>strojárstvo</i>	-0,211	-2,500
<i>zisk</i>	4,078	8,317	<i>obchod</i>	-0,294	-2,995
<i>výkony</i>	0,110	1,064	<i>bižutéria, sklo,</i>		
			<i>keramika</i>	0,475	2,515
<i>výroba potravín</i>	-0,284	-2,234	<i>dom</i>	0,100	0,830
<i>nápoje a tabak</i>	0,320	1,808	<i>zah</i>	0,363	2,718
<i>textil, odevy a koža</i>	-0,240	-1,659	<i>FNM</i>	-0,183	-2,105

$R^2 = 0,63$, adj. $R^2 = 0,62$, počet pozorovaní 460

ne tie, ktoré boli čiastočne vlastnené domácimi i zahraničnými investormi. Vyše 20% podiel FNM mal takisto kladný vplyv na cenu akcií, možno preto, že investori pokladali takéto spoločnosti za menej riskantné. Veľmi signifikantnou premennou je FSH, podiel akcií nakúpený fondmi pred kolom λ . V situácii, keď drobní investori verili, že fondy majú prístup k lepším informáciám, mohli ich investície brať ako dobrý signál pre svoje vlastné investície. Iným vysvetlením bolo, že drobní investori verili v pozitívne pôsobenie fondov na korporatívnu správu spoločností. Ukazuje sa teda, že vlastnícka štruktúra hrala svoju úlohu pri vzniku kupónových cien.

Burzová cena

V tejto časti testujeme koreláciu medzi kupónovou a burzovou cenou. Do testovaného vzťahu musíme zaradiť aj novšie informácie dostupné v čase obchodovania na burze, teda po ukončení kupónovej privatizácie. V roku 1992 sa zmenila výška čistých aktív, nové údaje boli o ziskovosti $zisk = zisk92/čisté aktíva$, $výkony vyk = výkony92/čisté aktíva$ a zahrnul som aj odvetvové premenné, na ktorých by cena mohla závisieť. Kým v poslednej regresii sme našli silnú koreláciu medzi ziskom a výkonomi, neplatí to pre údaje z roku 1992. Údaje o zadĺženosti a investíciách neboli dostupné. Vzorka pozorovaní sa znížila z 949 pozorovaní (z kupónovej privatizácie) na 460 (burzové dáta z konca marca 1994 a údaje z RMS o hospodárení spoločností v 1992), ktoré reprezentujú náhodne vybranú vzorku (vyše 46 %) z pôvodnej populácie (987 spoločností privatizovaných kupónmi).

Výsledky uvedené v *tabuľke č. 7* naznačujú vzťah medzi kupónovou a burzovou cenou, ale elasticita tejto závislosti je iba 0,4. Dost prekvapujúca môže byť vyššia cena pre veľké spoločnosti, ale toto skutočne odráža pohyb cien na burze. Veľké spoločnosti môžu byť bezpečnejšou investíciou, s väčším potenciálom obstať v blízkej budúcnosti na svetových trhoch. Ziskovosť a výkony majú očakávané znamienko (kladné). Význam vlastnickej štruktúry podľa tejto regresie klesol. Je možné, že aj z dôvodov multikolinearity medzi kupónovou cenou a priamymi investormi.

Záver

Cena ustanovená v kupónovej privatizácii je významne kladne korelovaná s vlastníckou štruktúrou. Význam vlastnickej štruktúry klesol v burzovej cene. Príčinou môže byť multikolinearita medzi kupónovou cenou a vlastníckou štruktúrou. Kupónová cena je významným prediktorom burzovej ceny, ale elasticita tejto závislosti je ďaleko od jednotky.

LITERATÚRA

- BAUMOL, W.J.—GOLDFELD, S.M.—GORDON, L.A.—KOEHN, M.F.: *The Economics of Mutual Fund Markets: Competition versus regulation*. 1990.
- BUKAC, V.—WENDELOVA, P.: Investment privatization funds as new owners of privatized enterprises. *The fifteenth CERGE Lecture on Practical Aspects of Privatization*. CERGE Prague 1993.
- DEWATRIPONT, M.—ROLAND, G.: The virtues of gradualism and legitimacy in the transition to a market economy. *The Economic Journal*, 102, 291—300.
- FISCHER, S.—GELB, A.: Issues in Socialist Economy Reform. *World Bank Working Papers*, 1990.
- FRYDMAN, R.—RAPACZYNSKI, A.: Markets and Institutions in Large Scale Privatizations. In: Corbo, V.—Coricelli, F.. (ed.): *Adjustment and Growth: Lessons for Eastern Europe*. World Bank 1990.
- FRYDMAN, R.—RAPACZYNSKI, A.—EARLE, J.S. et al.: *The Privatization Process in Central Europe*. Central European University Press 1993.
- HLAVÁČEK, J.—MEJSTRÍK, M.: Precondition for Privatization in Czechoslovakia in 1991/1992. In: Earle, J.—Frydman, R.—Rapaczynski, J. (ed.): *Studies of Privatization in Eastern Europe*. St. Martin's Press 1992.
- KORNAI, J.: The Affinity Between Ownership Forms and Coordination Mechanisms: The Common Experience of Reform in Socialist Countries. *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 4, 1990, No. 3, 131—147.
- KUBÍČEK, A.: Capital market after the privatization. *The nineteenth CERGE Lecture on Practical Aspects of Privatization*. CERGE-EI Prague 1993.
- KÝN, O.: The market with vouchers and investments funds. *The fifth CERGE Lecture on Aspects of Privatization*. CERGE-EI Prague 1992.
- LASTOVIČKA, R.—MARCINČIN, A.—MEJSTRÍK, M.: Privatization and Opening the Capital Markets in the Czech and Slovak Republics. *CERGE-EI Working Papers Series*, No. 54, 1994.
- MARCINČIN, A.: Voucher privatization and ownership structure. *Privatization Newsletter of the Czech Republic and Slovakia*, No. 23, 1994 (9).
- MARCINČIN, A.: Dominant owner and his role in restructuring. *Privatization Newsletter of the Czech Republic and Slovakia*, No. 24, 1994 (6).
- MEJSTRÍK, M.: Enterprise Restructuring and its Economic Precondition in the Czech Republic. Paper for IIASA Workshop 1993.
- MEJSTRÍK, M.—BURGER, J.: Vouchers, Buyouts, Auctions: The Battle for Privatization in Czechoslovakia. *CERGE Working Papers*, Prague 1993.
- MLČOCH, L.: *The behaviour of the Czechoslovak enterprise sphere*. A survey of microeconomic works of 1968—89. Inst. of Econ. Studies, Prague 1992.

PEROTTI, E.: Corporate Governance in Mass Privatization Programs. World Bank 1992. [Nepublikovaný materiál.]

ROLAND, G.—VERDIER, T.: Privatization in Eastern Europe: Irreversibility and Critical Mass Effects. *CEPR Discussion Paper Series*. No. 612, 1992.

SCHMÖGNEROVÁ, B.: Privatization in Transition. Some Lessons from the Slovak Republic. *Paper from International Workshop on Privatization Experiences in Eastern Europe*. Budapest 1993.

SHLEIFER, A.—VISHNY, R.W.: Large Shareholds and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, Vol. 94, č. 3, 461—488, 1986.

ŠVEJNAR, J.—SINGER, M.: Using vouchers to privatize an economy: the Czech and Slovak case. *Economics of Transition*. 1994, Vol. 2 (1), 43—69.

TIROLE, J.: *Privatization in Eastern Europe: Incentives and the Economics of Transition*. M.I.T. Press 1991.

SUMMARY

Corporate Governance and its Impact on Share Prices

Anton MARCINČIN, CERGE-EI Prague and CESA Bratislava

Voucher privatization has been seen in the Czech Republic as an extremely important part of the reform process. The article begins by describing the newly formed institutional investors and ownership structures generated by the voucher privatization scheme (in the first wave). By using data on share ownership and assuming that the small individual investors do not influence company policy, the author demonstrates that in the vast majority of companies there are few large (principle) investors that own enough shares to be in control of the company.

Special attention is also given to the rationality of voucher bidding in the light of the newly created capital markets. The data suggests that the general behavior of voucher investors is rational and that this is reflected in the voucher price. Although the voucher market has several limitations, the voucher price is the single strongest indicator of the subsequent price on the stock-exchange. Finally, stock-exchange prices, as a measure of capital costs, are significantly correlated to the variables which describe the ownership structure.